

跟踪评级公告

联合[2016] 2265 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持丰县城市投资发展有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16丰棚改/16丰棚改项目债”信用等级为AA。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

2016年黄庄区块棚户区改造项目一期工程 项目收益债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 丰棚改/16 丰棚改项目债	13 亿元	2016/7/13~2021/7/13	AA	AA

跟踪评级时间: 2016年9月13日

财务数据

项目	2013年	2014年	2015年
现金类资产(亿元)	2.11	3.84	13.32
资产总额(亿元)	60.65	96.02	119.54
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	52.92	76.46	92.35
短期债务(亿元)	1.54	1.91	3.20
长期债务(亿元)	0.44	3.50	15.76
全部债务(亿元)	1.97	5.41	18.95
营业收入(亿元)	10.20	12.52	13.82
利润总额(亿元)	1.78	1.82	2.75
EBITDA(亿元)	2.12	2.32	2.97
经营性现金流(亿元)	-0.78	2.13	-8.14
营业利润率(%)	11.42	15.81	17.69
净资产收益率(%)	3.07	2.00	2.32
资产负债率(%)	12.74	20.37	22.75
全部债务资本化比率(%)	3.60	6.61	17.03
流动比率(%)	802.41	556.38	932.10
全部债务/EBITDA(倍)	0.93	2.33	6.39

注: 公司 2014 年、2015 年财务数据为使用新准则后的数据

分析师

喻宙宏 王妍

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: [Http://www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

评级观点

丰县城市投资发展有限公司(以下简称“公司”)是负责丰县城市基础设施建设和国有资产经营的重要实体。跟踪期内,公司在政府注资、财政补贴等方面持续获得丰县政府的大力支持。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到,跟踪期内,公司萎缩了土地整理业务,工程建设回款质量较差,收款规模大,对资金形成一定占用,整体盈利能力偏弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

跟踪期内,丰县经济稳步发展,地方财政实力不断增强,公司作为丰县基础设施建设的重要实体,公司工程建设业务有望保持稳定发展,未来营业收入有望保持稳步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

“16丰棚改/16丰棚改项目债”主要偿债来源为项目收益,同时由丰县经济开发区投资发展有限责任公司(以下简称“丰县经开”)进行差额补偿,联合资信给予丰县经开AA的主体信用等级,丰县经开跟踪期内稳步发展,有助于保障“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息偿付的安全性;另外,“16丰棚改/16丰棚改项目债”设置了提前还款安排,降低了集中支付压力。

综合评估,联合资信确定维持公司主体的长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“16丰棚改/16丰棚改项目债”的信用等级为AA。

优势

- 跟踪期内,丰县经济快速发展,地方财政实力不断加强,为公司提供了良好的外部发展环境;政府在资产注入和财政补贴方面给予公司大力支持。
- 公司业务具备一定区域垄断优势,项目储备充足,且具有丰富的优质土地资源。

3. “16丰棚改/16丰棚改项目债”由丰县经济开发区投资发展有限责任公司提供差额补偿，有助于保障本期债券本息到期按时足额偿付的安全性。
4. “16丰棚改项目债”存续期内，当公司兑付本息发生临时资金流动性不足时，中国农业发展银行丰县支行将给予公司不超过15亿元流动性支持贷款，有助于保障本期债券本息到期按时足额偿付的安全性。
5. 经营活动现金流入量对各年待偿还本金覆盖能力较好。

关注

1. 公司资产结构以土地使用权和在建工程为主，存货中大部分为土地，变现能力受市场和政府政策影响较大，其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。
2. 跟踪期内，公司工程建设项目回款质量较差。
3. 本期债券的《差额补偿协议》设置加速到期条款，一旦发生加速到期情形，项目实施主体和差额补偿人将面临较大集中偿付压力。
4. 公司整体盈利能力偏弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与丰座城市投资发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与丰座城市投资发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因丰座城市投资发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由丰座城市投资发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2016年黄庄区块棚户区改造项目一期工程 项目收益债券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于丰县城市投资发展有限公司主体长期信用及“16丰棚改/16丰棚改项目债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

丰县城市投资发展有限公司（以下简称“公司”或“丰县城投”）是丰县人民政府根据徐州市人民政府于2009年3月26日出具的《市政府关于同意组建丰县城市投资发展有限公司的批复》（徐政复[2009]7号）出资设立的国有独资公司，初始注册资本为2亿元人民币，初始实收资本为0.6亿元，后丰县人民政府于2009年6月29日以实物形式缴纳注册资本1.40亿元（苏淮会（丰）所[2009]验字第86号）。截至2014年底，公司注册资本及实收资本为2亿元，其中以货币资金出资为0.6亿元，以实物出资为1.4亿元；2015年3月和8月公司经两次增资，注册资本增至6亿元，截至2016年6月底，公司实收资本为6.00亿元，公司唯一股东及实际控制人为丰县人民政府（国有独资）。

经营范围：房地产开发、销售；对城市及农业基础设施建设项目、农业综合开发项目、旅游开发项目、服务业项目、房地产项目、交通基础设施项目投资，拆迁安置，建设用地平整，道路、桥梁施工，授权范围内国有资产经营管理，投资信息咨询；棚户区（危旧房）改造及配套设施建设。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2015年底，公司合并范围内的子公司有32家。公司本部下设工程部、金融部、投资部、财务部、综合部5个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额119.54亿元，所有者权益92.35亿元（含少数股东权益1.06亿元）。2015年公司实现主营业务收入13.82亿元，利润总额2.75亿元。

公司住所：丰县中阳大道北侧、沙支河西侧；法定代表人：张兴亚。

三、本期债券及募集资金使用情况

1. 本期债券概况

公司是丰县主要的土地开发和基础设施建设主体。“16丰棚改/16丰棚改项目债”共募集资金合计13亿元，期限5年，募集资金全部用于丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设（以下简称“募投项目”）投资建设。

“16丰棚改/16丰棚改项目债”每年付息一次，分次还本，在“16丰棚改/16丰棚改项目债”存续期的第3、第4、第5个计息年度，每年分别偿付“16丰棚改/16丰棚改项目债”发行总额的45%、35%、20%，最后三年每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。

但当出现以下情形之一，可由债权代理人召开债券持有人大会，经债券持有人大会讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金：

- （1）债券发行三个月后，项目仍未开工；
- （2）项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；
- （3）公司破产，需对项目的财产和权益进行清算。

“16丰棚改/16丰棚改项目债”采用本息差额补偿制度以保证债券本息按时足额兑付。其中丰县经济开发区投资发展有限责任公司（以下简称“丰县经开”）为差额补偿人。当丰县城投没有按协议提供足额资金支付债券本息时，

丰县经开将承担差额补偿的义务，有效提升了“16丰棚改/16丰棚改项目债”到期偿还的安全性。

2. 本期债券募集资金使用情况

“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”共募集资金 13 亿元，全部用于丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设，募集资金使用分配情况见下表。

表1 本期募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金及占项目总投资比例		截至2016年8月底已使用募集资金
丰县黄庄区块棚户区改造一期	212295	130000	61.24	0.00

资料来源：公司提供

“16丰棚改/16丰棚改项目债”的募投项目为丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设，丰县城投为项目实施主体，项目建设地点位于丰县南环路北侧、向阳路西侧、中阳大道南侧、季和园小区东侧。募投项目通过对黄庄区块进行棚户区改造，并建设棚户区改造集中安置小区。土地整理方面，对丰县黄庄区块范围内的居民住宅、营业用房、自建房、企业用房等建筑征收，进行场地平整，清理地块面积约305113平方米（约457.67亩），征收住宅215050平方米、非住宅（商业用房、企业厂房、办公设施）20570平方米、附属物226620平方米；安置房建设方面，在整理的地块内建设棚户区改造集中安置小区，总用地面积为305113平方米（约457.67亩），其中：建设用地面积411.9亩，配套道路绿化等用地面积45.77亩，总建筑面积为744171.2平方米，其中，安置房面积455564.7平方米，安置房总户数4555户。配套建设供电、供水管网、通讯、消防等公用工程以及室外道路、景观绿化等配套设施。建设内容：土地整理方面包括募投项目改造范围内的居民住宅、营业用房、企业用房等全部搬迁，原有建筑的拆除，建筑垃圾的清运，进行场地平整，达到场清地平，场地封闭并配套实施建设地块周边的道路、给排水、供电等市政基础设施，达到

三通一平；土建工程方面，包括集中安置小区建设工程、配套工程和室外配套工程。

根据《丰县城市投资发展有限公司黄庄区块棚户区改造项目一期工程可行性研究报告》，项目总投资为212295万元，其中建设投资180608万元，建设期利息31688万元。项目资本金82295万元，占总投资的38.76%。项目建设期为5年，2016年开始项目的前期工作，预计2020年底全部竣工。

该项目目前还未进行主体建设，还未产生项目收益，需待棚改区拆迁完成后才能开始进行建设，主体开工建设时间尚未确定。

总体看，“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”募投项目建设仍按照原计划实施，待棚改区拆迁完成后，才能开始进行项目的主体建设，目前公司还不确定拆迁完成时间。联合资信注意到，受拆迁进度影响，在发行债券后 45 天内，该项目还未动工，根据“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”的条款，债券发行三个月后，项目如果仍未开工，债权代理人可召开债券持有人大会，经债券持有人大会讨论通过后，可提前要求清偿部分或全部债券本金，联合资信将持续关注公司项目建设进度和项目未来产生的收益情况。

四、宏观经济和政策环境

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，我国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，我国经济保持稳定增长。2016 年 1~6 月份，中国国内生产总值(GDP) 34.1 万亿元，同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构

有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格（CPI）指数在 2% 左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数（PMI）自 3 月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016 年 1~6 月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016 年 1~6 月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8 万亿元，同比增长 9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016 年 1~6 月份，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016 年 1~6 月份，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016 年 1~6 月份，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，自 3 月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元，同比变动不大。2016 年 6 月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%~7.0% 增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类

融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策

的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在丰县，公司的发展直接受丰县经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与该地区未来规划密切相关。

(1) 区域经济概况

丰县地处江苏省西北部，淮海经济区中心地带和长三角经济区北翼，苏、鲁、豫、皖四省七县结合部，承东启西，连南贯北，丰县总面积 1450.20 平方公里，截至 2014 年底，全县下辖 12 个镇，户籍人口 120.05 万。

丰县自然资源丰富，拥有粮棉、果蔬、木材、畜禽四大地上资源，是中国红富士苹果之乡、中国牛蒡之乡、中国木材之乡，同时拥有盐、钾、煤、地热四大地下资源，境内盐矿储量 220 亿吨，钾矿储量 20.7 亿吨，煤炭储量 5 亿吨，物产丰饶。

2015 年，丰县地区生产总值完成 370 亿元，同比增长 10.3%，三次产业结构调整到 19.1:45.2:35.7。2015 年，丰县固定资产投资完成 214.37 亿元，同比增长 19.0%；规模以上工业增加值 131.3 亿元，同比增长 18.2%；社会消费品零售总额达 133.4 亿元，同比增长 13.0%；农民人均纯收入实现 12930 元，同比增长 10.0%；城镇居民人均可支配收入实现 21100 元，同比

增长 9.0%。

“十二五”期间，丰县按照“工业兴县”的发展理念，工业经济实力逐年增强。2015 年，丰县规模以上工业实现总产值突破 600 亿元，同比增长 19.3%，实现销售收入 602 亿元，同比增长 21.2%。三大主导产业（盐煤化工、电动车、纺织）完成产值 234.8 亿元，增长 21.8%；三大传统产业（机械制造、食品加工、木材加工）完成产值 291.8 亿元，增长 18.9%；两大新兴产业（能源、建材家居）完成产值 38 亿元，增长 7%。三大主导产业不断创新实现新突破，增幅明显高于传统产业和新兴产业，占比不断提高，产业结构不断优化。盐煤化工、机械制造、农副产品及木材加工、电动车四大主导产业初步形成。工业经济主导作用显著增强，新型工业化步伐持续加快。

丰县城镇建设进展良好。商品房开发建设面积持续增长，截至 2015 年底，施工面积达到 386.12 万平方米，新开工面积 95.57 万平方米。完成钢材市场、苏楼等区块房屋征收 800 户，共计 36 万平方米。完成第五期保障房建设，总投资 1.5 亿元。欢口镇连续两年被市委、市政府授予“中心镇提档升级工作先进镇”称号，大沙河镇被市委、市政府授予“中心镇提档升级工作先进镇”；首羨、王沟、范楼三镇创建成市管理示范镇。基础设施建设进展顺利。交通工程建设顺利，国道 237 正在桥涵施工，黄河故道完成沿线公路 26.5 公里，25 公里大沙河公路全部完成，完成 200 公里农村公路、10 座危桥改造，西城路南沿及西环路、南环路改造基本完工。水利设施进一步完善，主要实施了地面水厂一期、大沙河华山湿地、农村饮水安全、小型农田水利重点县、抗旱应急水源、农村河道疏浚整治、大沙河水土保持、农村公益桥梁、城区雨污管网等工程，完成投资 3.22 亿元。

(2) 财政实力及政府债务

从丰县本级财政收入看，2015 年丰县财政实力稳步发展，丰县本级实现地方可控收入 110.42 亿元，同比增长 15.10%，其中一般预算

收入为 43.09 亿元，占可控财力的比例为 39.02%，一般预算收入占比适宜；基金收入和上级补助收入占比高达 60.98%，由于基金收入

受土地市场和国家政策影响较大，丰县可控财力的稳定性仍不强。

表2 2013~2015年丰县本级财政收入情况 (单位: 万元, %)

科目	2013年	2014年	2015年	年均复合增长率
一般预算收入	312170	381167	430912	17.49
税收收入	265341	328441	373246	18.60
非税收入	46829	52726	57666	10.97
基金收入	316283	307772	376659	9.13
土地出让金	307571	296372	368642	9.48
其他	8712	11400	8017	-4.07
上级补助收入	245853	270438	296666	9.85
返还性收入	10746	11134	11324	2.65
一般性转移支付	121386	136701	173928	19.70
专项转移支付	113721	122603	111414	-1.02
预算外财政专户资金	3364	0	0	-100.00
地方可控财力	877670	959377	1104237	12.17
财政总支出	871829	949774	1171354	15.91
一般预算支出	541357	627100	747200	17.48
基金支出	330472	322674	430154	14.09
预算外支出	0	0	0	--
财政当年结余	5841	9603	-73117	--

资料来源: 丰县财政局

截至2015年12月底, 丰县本级地方政府债务全部为一类债务, 金额为37.40亿元, 同期丰

县本级政府债务率为34.48%, 较2014年的22.03%有所增长, 丰县地方政府债务负担仍较轻。

表3 丰县本级地方政府债务情况(单位: 万元)

地方债务(截至2015年底)	金额	地方财力(2015年度)	金额
(一) 负有偿还责任的债务余额	374000.00	(一) 地方一般预算本级收入	430912.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	373246.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	57666.00
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	285015.00
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	173928.00
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	99763.00
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	11324.00
3、国债转贷资金	27.27	(三) 国有土地使用权出让收入	368642.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	350532.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	19692.00
6、国内金融机构借款	32875.00	3、农业土地开发资金	887.00
(1) 政府直接借款	20875.00	4、新增建设用地有偿使用费	-2469.00
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	12000.00	(四) 预算外财政专户收入	
7、债券融资	249300.00		
(1) 中央代发地方政府债券	200300.00		

(2) 由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	49000.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	12619.77		
10、拖欠工资和工程款	78268.62		
11、其他	909.34		
(二) 负有担保责任的债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	374000.00	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1084569.00
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			34.48%

资料来源：丰县财政局

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本及实收资本为 6 亿元，公司唯一股东及实际控制人为丰县人民政府，公司类型为有限责任公司(国有独资)。

2. 企业规模与竞争力

公司作为丰县重要的综合性国有资产运营实体，是丰县主要的基础设施建设、土地整理及粮食购销等业务实施主体，具有区域垄断性。

3. 政府支持

公司是丰县重要的综合性国有资产运营实体，公司在资产注入和财政补贴等方面得到了丰县人民政府的大力支持。

资本金注入

2015 年 3 月 3 日，经本公司股东会决议，全体股东一致同意将注册资本 20000 万元人民币增加到注册资本 40000 万元，2 亿元全部由股东丰县人民政府货币出资；2015 年 8 月 3 日，经本公司股东会决议，全体股东一致同意

将注册资本 40000 万元人民币增加到注册资本 60,000 万元人民币，全部由股东丰县人民政府货币出资，增资后丰县人民政府持有本公司注册资本 60000 万元人民币股权(占公司新增后注册资本的 100%)。

资产注入

根据 2015 年 8 月 28 日丰县国有资产管理委员会文件(丰国资委(2015)【3】号)，决定将丰县丰源水务有限公司持有的丰县源丰水务有限责任公司 1440.65 万元的出资(占注册资本的 51%)、持有的丰县碧水水务有限责任公司 3239 万元的出资额(占注册资本的 20%)相应的股权转让至公司；根据 2015 年 12 月 18 日丰县国有资产管理委员会文件(丰国资委(2015)【5】号)，决定将丰县水利局持有的丰源水务有限公司 10000 万元的出资(占注册资本的 100%)、丰县闸站管理处持有的丰县康源供水有限公司 50 万元的出资(占注册资本的 100%)的股权转让至丰县国有资产经营有限公司；根据 2015 年 12 月 18 日丰县国有资产管理委员会文件《关于资产划拨的通知》(丰国资委(2015)【6】号)，将丰县城区主干道管网、路灯等相关资产划拨至公司子公司丰县国有资产经营有限公司，江苏光

大资产评估有限公司对投入的丰县城区主干道管网、路灯等相关资产进行了评估，并出具了苏光大（2015）评字第 7012 号资产评估报告，评估价值为 2.59 亿元；根据丰县人民政府文件《县政府关于印发《丰县农村饮水安全工程运行的管理暂行办法》的通知》（丰政发【2009】25 号）第六条规定：县水行政主管部门注册组建丰县康源供水有限公司，负责全县农村饮水安全工程的运行管理工作，国家和集体投入的干支管网、供水设备、泵房、管理房等固定资产经评估后纳入县供水公司管理，国家和集体投入的干支管网、供水设备、泵房、管理房等固定资产经江苏光大资产评估有限公司进行评估，并出具了苏光大（2015）评报字第 7010 号资产评估报告，账面评估价值为 3.18 亿元；根据 2015 年 8 月 26 日丰县财政局文件《关于对 237 国道丰县南段（丰县至砀山公路江苏段）改扩建工程项目有关事项的通知》，政府拨入专项资金 1.92 亿元，用于贷款配比，体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”科目中；根据丰县财政局文件《县政府关于丰县二坝水生态修复工程项目建设有关事项的通知》，政府拨入专项资金 0.84 亿元，用于贷款配比，体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”科目中。

以上资产注入均在资本公积科目中体现。

财政补贴

丰县政府每年拨付一定数额的财政补贴来支持公司的发展，公司将财政补贴计入“补贴收入”。2015 年，公司获得丰县财政补贴收入为 0.96 亿元，其中国有资产管理专项补贴收入为 0.68 亿元，农产品政府专项补贴收入为 0.28 亿元。

总体看，2015 年，公司得到政府较大的支持；鉴于公司在丰县棚户区改造、土地开发整理、基础设施建设等领域中的重要地位，这些支持今后仍将得以继续，为公司可持续发展提供了有力保障。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、公司治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

公司作为丰县重要的综合性国有资产运营实体，是丰县主要的基础设施建设、土地整理及粮食购销等业务实施主体，具有区域垄断性。

2015 年，公司实现营业收入 13.82 亿元，较 2014 年的 11.92 亿元有所增长，主要系工程建设收入增长所致。跟踪期内，公司没有土地整理收入，主要系公司中萎缩业务所致，未来这部分业务将不产生收入；公司工程建设收入为 12.91 亿元，较 2014 年的 7.15 亿元大幅增长，主要系公司 105 年城建的江苏中阳建设集团有限公司的工程施工项目大幅增加所致；公司粮食购销业务收入为 0.63 亿元，较 2014 年的 2.58 亿元大幅下降，主要系受国家粮食收购政策、修补粮仓等因素影响所致；公司其他业务收入为 0.27 亿元，主要为自来水销售收入，较 2014 年的 0.55 亿元大幅下降，主要系公司 2015 年将子公司丰县广播电视信息网络有限公司 100% 股权划转至江苏有限网络发展有限责任公司丰县分公司所致，使得电视信息业务收入下降为 0。

从毛利率看，2015 年，公司毛利率为 19.91%，较 2014 年的 13.49% 大幅上升，主要系占营业收入比重较高的工程建设业务的毛利率大幅增长所致。跟踪期内，公司工程建设业务毛利率为 19.48%，较 2014 年的 11.06% 大幅增长，主要系工程建设业务毛利率受项目差异、项目施工周期、工程缓急程度、工程施工难以条件等差异影响，会有一定的波动；粮食购销业务毛利率为 0.23%，较 2014 年的 8.38% 大幅下降，主要系粮食购销业务收入大幅下降所致。

表4 近年公司主营业务经营情况(单位:万元,%)

项目	2013年		2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	57647.00	7.28	16375.65	32.83	--	--
工程建设	26340.81	23.40	71540.08	11.06	129134.91	19.48
粮食购销业	12468.99	11.55	25782.78	8.38	6335.64	0.23
其他	5501.35	17.14	5520.03	11.33	2703.97	40.54
合计	101958.15	12.50	119218.53	13.49	138174.52	19.01

资料来源:公司提供

1. 土地整理业务

根据丰县人民政府的授权,公司承担土地开发整理职能,负责丰县城区和乡镇的土地开发整理业务,具有较强的区域专营性。

根据丰县人民政府文件《县政府办公室关于印发丰县土地储备合作整理工作流程的通知》(丰政办发【2010】124号),土地储备中心与公司签订委托土地整理合同,土地整理过程中,由公司对全过程进行监督管理,协调现场实施拆迁、施工及与政府相关部门的沟通,土地开发整理完毕后交由国土部门进行招拍挂,土地出让收入上缴财政;凡公司直接参与投资的区块,财政部门按土地净收益50%拨付给丰县土地储备中心,土地储备中心再拨付给公司,同时丰县土储中心按10万元/亩支付给公司。

账务处理方面:公司项目建设投入款项在“预付账款”科目体现,现金流在“购买商品、接受劳务支付的现金”科目体现;根据年度结算金额确认收入并结转成本,公司收到的土地款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”,尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

公司成立以来,主要完成了丰县经济产业园区、电动车产业园等地块的土地开发整理工作。2015年,公司主动收缩土地整理业务,未有投资支出,当年没有产生土地整理业务收入,未来这部分业务将不产生收入。

2. 工程建设业务

公司2015年确认工程建设收入12.91亿元,其中水利工程施工确认收入3.60亿元,基础设

施建设确认收入9.31亿元。

水利工程施工

公司工程施工业务主要是水利工程的施工,具体由下属单位江苏华禹水利工程处(以下简称“江苏华禹”)负责。江苏华禹拥有国家二级施工企业资质和水利水电施工总承包贰级资质,在徐州市丰县水利水电工程和桥梁工程业务领域具有垄断地位。

2015年公司水利工程施工确认收入3.60亿元,较2014年的3.00亿元大幅增长;该板块收入全部为子公司江苏华禹的施工收入。

截至2016年3月底,公司水利工程主要在建项目有二坝水生态治理工程、大沙河(华山闸-夹河闸)综合整治工程-欢乐营段、大沙河(华山闸-夹河闸)综合整治工程、丰县地面水厂取水泵站工程、丰县2015年饮水安全工程、丰县孙楼镇、梁寨镇、宋楼镇抗旱应急水源工程A标段、丰县、沛县尾水资源化利用及导流工程和丰县2016年抗旱应急水源工程等项目,项目总投资合计为4.47亿元,未来需要投资金额为2.29亿元,已经累计确认收入2.64亿元,实际收到资金1.76亿元,公司水利工程施工回款质量尚可。

截至2016年3月底,在江苏省内,公司已完成总装机容量为2250kw的范楼抽水站和总装机容量为1900kw的梁寨抽水站增容工程、长56m的夹河橡胶坝泄洪闸工程、双幅4×20m+5×25m预应力砼“T”型梁沙庄公路桥、丰县李楼水利枢纽改建工程登项目、黄河故道丰县段治理工程、丰县大沙河治理工程、白衣

河治理工程、赵庄闸改建工程、复新河治理工程、丰县 2015 年度农村公益桥梁工程、丰县 2015 年农村河道疏浚整治工程、丰县 2013 年农村河道疏浚整治工程、丰县 2013 年和 2914 年中央财政小型农田水利重点县工程、丰县西环路污水管网工程、运南灌区（宿城区）2013 年度续建配套与节水改造工程、丰县南支河泵站更新改造工程等。在江苏省外，已经完成黑河大桥、嫩江堤防除险 2DC22 标段工程、洮赵新河大型土方开挖工程及沪宁高速公路昆山段。

基础设施建设

公司于 2014 年度开始开展基础设施建设项目并确认相关收入，根据公司与县人民政府签订《政府投融资项目回购合同》，公司负责项目的前期建设，公司实际投入的项目建设前期各项费用和工程建安费等，经审计年度结算确认后，增加 20% 的代建管理费用作为回购价款。

账务处理方面：公司在项目建设投入款项在“预付账款（借方）”科目体现，现金流在“购买商品、接受劳务支付的现金”科目体现；根

据工程建设进度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

2014 年度，公司新建的丰县御苑新城一期建设工程、二坝水生态治理工程和丰县中等专业学校新校区建设工程经审计确认了相应投资成本，加成 20% 的收益后分别确认基础设施建设收入 0.73 亿元、1.01 亿元和 2.41 亿元，合计基础设施建设收入为 4.15 亿元，当年实际收到丰县财政局回款 3.85 亿元，整体基础设施建设回款质量尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司在建的基础设施项目主要包括丰县御苑新城、丰县国道 237 建设工程、丰县白帝河南路建设工程、丰县工农路南延建设工程等项目，项目总投资合计为 8.61 亿元，未来需要投资金额为 5.18 亿元，已经累计确认收入 4.13 亿元，实际收到资金 1.65 亿元，政府整体回款质量较差。

表 5 截至 2016 年 3 月底公司主要在建项目情况

项目名称	总投资(万元)	已投资额度(万元)	尚需投资额度(万元)	累计确认收入(万元)	实际到账金额(万元)
御苑新城	43587.68	12459.22	31128.46	14951.06	6779.29
二坝水生态治理	29645.00	16368.29	13276.71	19641.94	13559.72
丰县白帝河南路建设工程	2484.59	2236.13	248.46	2683.36	1839.79
丰县工农路南延建设工程	1122.49	224.50	897.99	269.40	162.27
大沙河（华山闸-夹河闸）综合整治工程-欢乐营段	3770.19	1508.08	2262.11	1809.69	947.25
大沙河（华山闸-夹河闸）综合整治工程	3129.83	2816.84	312.98	3380.21	2317.57
丰县国道 237 建设工程	38952.76	19476.38	19476.38	23371.66	7684.83
丰县地面水厂取水泵站工程	2698.09	371.18	1,847.72	451.34	280.00
丰县 2015 年饮水安全工程	1774.28	270.44	1,036.77	367.07	150.00
丰县孙楼镇、梁寨镇、宋楼镇抗旱应急水源工程 A 标段	1386.81	213.35	772.48	300.13	180.00
丰县、沛县尾水资源化利用及导流工程	1103.16	96.12	725.80	129.01	40.00
丰县 2016 年抗旱应急水源工程	1218.27	201.18	686.80	276.01	150.00
合计	130873.20	56241.71	72672.66	67630.88	34090.72

资料来源：公司提供

公司拟建项目主要有张道陵故里文化旅游建设工程、御苑新城二期、丰县城区污水处理厂三期工程、热力管网建设项目和护城河文

化生态观光带建设工程，预计分别投资 2.00 亿元、2.70 亿元、0.50 亿元、4.00 亿元和 0.12 亿元。

总体看，公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司外部融资压力较大。

3. 粮食购销业及其他业务

粮食购销业务由公司下属企业丰县粮食局直属库负责经营。

丰县粮食局直属库对丰县范围内的主要粮食产品（主要包括小麦、稻谷和玉米等品种）进行收储与销售，主要包括收储业务和自营粮食购销业务。粮食收储业务为公司下属企业粮食局直属库及其下辖的粮管所受丰县粮食局委托，与中国储备粮管理总公司进行合作，对丰县县域范围内的粮食产品（主要包括小麦、稻谷、玉米等品种）进行收储与销售；粮食收储业务具有一定的政策性，粮食收储价格受政策影响；收储业务资金由中国储备粮总公司提供，收购的粮食储存在粮仓，丰县粮食局直属库及下辖的粮管所收取收购费和保管费，收购费约为40元/吨/年，储存费约为55元/吨/年。自营粮食购销是由丰县粮食局直属库自行进行粮食收购和销售，通过购销差价实现盈利；自营粮食收购不具有政策性，无需与交易方签订承储合同，收购价格由双方自愿协商达成，市场成交价格受国家物价局等相关部门调控政策的影响较大。同时，该板块还包括少部分果品销售业务，由下属企业丰县大沙河果园负责经营果树种植、果品生产与销售、果园租赁等业务。

2015年，粮食购销业务收入为0.63亿元较2014年的2.58亿元大幅下降，主要系受粮食产量、国家粮食收购政策、修补改造粮仓等因素的影响所致，且公司自营粮食购销额也较小，使得该业务毛利率2015年较2014年有所下降。公司收储业务得到中国储备粮管理总公司的业务支持，自营粮食购销业务受到当地粮食生产情况的不确定影响。总体来看，公司粮食购销业务作为特殊业务，受国家相关政策影响较大，粮食购销业务收入存在一定的波动性。

公司其他业务主要包括自来水供应销售和房地产行业，2015年公司一级子公司丰县广

播电视信息网络有限公司划出公司，不再产生该业务收入；自来水供应销售由一级子公司丰县自来水公司负责，2015年，公司自来水供应销售收入为0.21亿元，较2014年的0.04亿元大幅增长，主要系用水量大幅增长所致。

综合分析，2015年，公司业务板块以工程建设为主，粮食购销和其他收入是公司营业收入和现金流的重要补充，未来随着在建和拟建项目的推进，工程建设收入占比将有所增加，公司整体收入有望进一步增长。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度财务报表已经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2015年公司的会计师事务所更换为中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙），并将会计准则由旧准则更新为新准则，公司提供的2013~2015年度财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，事务所并出具了标准无保留意见的审计结论。

2015年，公司合并范围内的子公司有32家，较上年增加7家。由于新增的子公司资产规模均较小，合并范围的子公司数量的变化对财务可比性影响较小。由于公司更换了会计准则，在此将新准则下的2015年财务数据和2014年财务数据进行比较分析。

截至2015年底，公司合并资产总额119.54亿元，所有者权益92.35亿元（含少数股东权益1.06亿元）。2015年公司实现主营业务收入13.82亿元，利润总额2.75亿元。

2. 盈利能力

随着工程业务收入的增长，2015年公司实现主营业务收入13.82亿元，同比增长10.43%；主营业务成本为11.19亿元，同比增长7.68%；营业收入增速大于营业成本增速，公司营业利润

率有所上升，由 2014 年的 15.81% 上升至 17.69%。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用为 0.67 亿元，较 2014 年的 1.00 亿元大幅下降，期间费用占营业收入比重为 4.86%，较 2014 年的 7.96% 大幅下降，公司期间费用控制能力有所提升；公司期间费用以管理费用为主，整体控制能力较好。2015 年，公司营业利润大幅增长，公司实现营业利润 1.80 亿元，同比增长 84.75%。

2015 年，公司营业外收入为 0.96 亿元，主要为政府补贴收入，基本维持 2014 年水平，公司利润总额为 2.75 亿元，政府补贴对公司的利润有一定的补充作用。

从盈利能力指标来看，2015 年，随着公司营业利润的增长，公司总资本收益率及净资产收益率均有所增长，由 2014 年的 1.87% 和 2.00% 上升为 1.93% 和 2.32%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持稳步增长，营业利润大幅增长；公司对期间费用的控制能力较好；补贴收入对利润有一定的补充作用；受公司所在行业影响，公司整体盈利能力偏弱。

3. 现金流

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入 22.49 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 8.06 亿元，同比下降 32.27%，主要为公司收到的项目建设的工程款收入；收到其他与经营活动有关的现金为 14.42 亿元，同比增长 42.66%，其中公司与政府及其他国有企事业单位之间的往来款为 11.93 亿元、政府补贴收入为 0.96 亿元。2015 年，公司现金收入比为 58.32%，较 2014 年的 95.10% 大幅下降，主要系 2015 年政府回购的 BT 项目工程款实际到位情况较差，公司 2015 年收入实现质量较差。2015 年，公司经营活动现金流出 30.63 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 15.06 亿元，同比增长 82.90%，主要为

公司的工程项目建设支出；支付其他与经营活动有关的现金为 15.03 亿元，同比增长 34.37%，其中与国有企事业单位之间的往来款为 8.98 亿元、支付的保证金及押金为 4.78 亿元。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 -8.14 亿元，由 2014 年的经营活动现金流入转为现金流出。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入规模较小；公司投资活动现金流出 2.12 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 1.19 亿元，同比下降 73.91%，支付其他与投资活动有关的现金为 0.83 亿元，主要为公司购买的理财产品。2015 年，公司投资活动现金流净额为 -2.11 亿元，投资活动现金流继续保持流出态势。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入 27.29 亿元，其中吸收投资收到的现金为 4.20 亿元，主要为 2015 年政府对公司两次增资收到的资金；公司取得借款收到的现金为 9.96 亿元，同比增长 62.29%；公司发行债券收到的现金为 10.00 亿元，主要为公司 2015 年发行的企业债券收到的现金；公司收到其他与筹资活动有关的现金为 3.13 亿元，主要为政府拨付的专项建设资金。公司 2015 年筹资活动现金流出 7.39 亿元，其中偿还债务支付的现金为 6.13 亿元，同比增长 104.51%，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 0.85 亿元，同比增长 121.47%。2015 年，公司筹资活动现金流净额为 19.90 亿元，同比增长 462.08%，公司筹资活动现金流入大幅增长。

总体来看，跟踪期内，受工程建设回款质量较差影响，公司经营活动现金流由流入转为大幅流出，投资活动现金流流出态势放缓，筹资活动前净现金流流出态势加大，使得公司筹资活动现金流入大幅增长，公司筹资活动后净现金流入大幅增长，考虑到公司未来仍有较大的工程投资支出，公司未来融资压力较大。

4. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额为 119.54 亿

元，同比增长 24.49%，资产结构中流动资产占比 87.86%，非流动资产占比 12.14%，公司以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 105.03 亿元，同比增长 18.43%，主要系货币资金和存货增长所致，其中货币资金占比 12.45%，应收账款占比 7.07%，其他应收款占比 12.32%，存货占比 66.04%。

截至 2015 年底，公司货币资金为 13.08 亿元，同比增长 249.93%，全部为银行存款和库存现金。

截至 2015 年底，公司应收账款为 7.43 亿元，同比增长 314.06%，主要系新增丰县财政局应收款项 2.76 亿元和江苏中阳建设集团有限公司应收款项 2.34 亿元所致，上述两项应收款均为工程建设款项。账龄方面的信息未全部获取。从集中度看，公司前五名欠款单位合计欠款 6.42 亿元，占总应收账款比例为 85.18%，公司应收账款集中度较高。2015 年，公司应收账款计提坏账准备 0.12 亿元，计提比例为 1.55%。公司应收账款欠款单位主要是丰县财政局及各项工程建设处，总体看，公司应收账款回收风险不大。

表 6 截至 2015 年底公司应收账款前五名单位明细
(单位: 万元、%)

单位名称	与本公司关系	金额	年限	占应收账款总额的比例 (%)
丰县财政局	非关联方	27609.25	1 年以内	36.60
江苏中阳建设集团有限公司	非关联方	23434.78	1 年以内	31.07
丰县中小河流治理工程建设处	非关联方	9586.42	1 年以内	12.71
丰县交通局	非关联方	2464.03	1 年以内	3.27
丰县 2012 年小型农田水利重点县工程建设处	非关联方	1151.88	3 年以上	1.53
合计	--	64246.37	--	85.18

资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底，公司其他应收款为 12.94 亿元，同比下降 6.90%，主要为应收丰县经济开发区财政局和丰县房屋征迁办公室的款项。账龄信息未完全获取。从集中度看，公司其他

应收款前五名欠款单位合计欠款 4.71 亿元，占比为 36.24%，公司计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 1.24%。总体来看，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。

表 7 截至 2015 年底公司其他应收款前五名单位明细
(单位: 万元、%)

单位名称	与本公司关系	金额	年限	款项性质
丰县经济开发区财政局	非关联方	22157.00	1 年以内	国有企事业单位之间往来款
丰县房屋征收办公室	非关联方	10000.00	1 年以内	国有企事业单位之间往来款
丰县人民医院	非关联方	5506.18	1 年以内	国有企事业单位之间往来款
宜兴陶都绿化工程公司	非关联方	4750.00	1 年以内	代垫款
丰县交通局	非关联方	4650.00	1 年以内	国有企事业单位之间往来款
合计	--	47063.18	--	--

资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货为 69.36 亿元，同比增长 2.03%，其中用于开发的土地为 64.88 亿元，存货中土地占比很大，且土地中用于抵押借款的土地账面价值为 18.02 亿元。公司存货中的土地未来可能直接进行出让，也可能引进项目进行二级开发。存货中用于抵押的土地规模一般，考虑到用于开发的土地受房地产市场和国家政策影响较大，公司存货流动性偏弱。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 14.51 亿元，同比增长 97.70%，主要系固定资产和在建工程增长所致，其中固定资产占比 48.81%，在建工程占比 40.10%，无形资产占比 5.51%。

截至 2015 年底，公司固定资产为 7.08 亿元，同比增长 364.72%，主要系 2015 年公司将 2.59 亿元的丰县城主干道官网、路灯等相关资产以及 3.18 亿元的国家集体投入的干支管网、供水设备、泵房、管理房等固定资产划入公司所致，其中房屋及建筑物为 0.83 亿元，生产用机械、机器设备为 6.18 亿元，公司累计计提折旧 0.63 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 5.82 亿元，同比增长 24.82%，主要系丰县总部经济园区中心大楼和凤鸣塔东区块产业升级项目投入增长

所致，其中丰县总部经济园区中心大楼账面价值为 1.29 亿元，凤鸣塔东区块产业升级项目账面价值为 4.44 亿元，公司未计提减值准备。

截至 2015 年底，公司无形资产为 0.80 亿元，同比增长 20.68%，其中土地使用权为 0.66 亿元，特许经营权为 0.14 亿元，公司无形资产没有用于抵押的情况。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，存货和其他应收款规模较大，存货中几乎全部为待开发的土地，变现受当地房地产市场和国家政策影响较大，其他应收款对公司资金形成一定占用，公司整体资产流动性偏弱，资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 92.35 亿元，其中实收资本占比 6.50%，资本公积占比 84.03%，盈余公积占比 0.99%，未分配利润占比 7.35%，少数股东权益占比 1.14%。公司实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年底，公司实收资本为 6.00 亿元，2015 年期间，政府用货币资金对公司增资两次，一共增资 4.00 亿元，资金公司已全部收到。

截至 2015 年底，公司资本公积为 77.60 亿元，同比增长 13.84%。2015 年，公司资本公积增长 11.00 亿元，其中划转给公司的丰县城城区主干道官网、路灯等资产为 2.59 亿元，划转给公司的干支管网、供水设备、泵房、管理房等资产为 3.18 亿元，划转给公司的国有公司股权为 2.48 亿元，划转给公司的政府专项资金为 2.75 亿元；2015 年，公司资本公积减少 1.57 亿元，主要系公司受政府要求将丰县广播电视信息网络有限公司的 100% 股权全部划转至江苏有限网络发展有限责任公司丰县分公司所致。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 27.19 亿元，同比增长 39.00%，其中流动负债占比 41.44%，非流动负债占比 58.56%，流动负债占比大幅下降，公司从以流动负债为主变为以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 11.27 亿元，同比下降 29.31%，主要系应付账款及其他应付款下降所致，其中短期借款占比 9.95%，应付账款占比 20.78%，预收款项占比 9.35%，其他应付款占比 29.37%，一年内到期的非流动负债占比 18.41%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 1.12 亿元，同比下降 12.07%，其中信用借款为 0.06 亿元，保证借款为 1.06 亿元。

截至 2015 年底，公司应付账款为 2.34 亿元，同比下降 45.38%，其中一年以内的款项为 1.73 亿元，1~2 年的款项为 0.61 亿元，主要为尚未结清的 BT 工程的工程款项。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 3.31 亿元，同比下降 60.67%，主要系国有企事业单位往来款下降所致，其中国有企事业单位往来款为 0.49 亿元，暂收投资款为 0.80 亿元，其他为 0.63 亿元。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 2.08 亿元，同比增长 514.81%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 15.92 亿元，同比增长 339.59%，主要系应付债券增长所致。

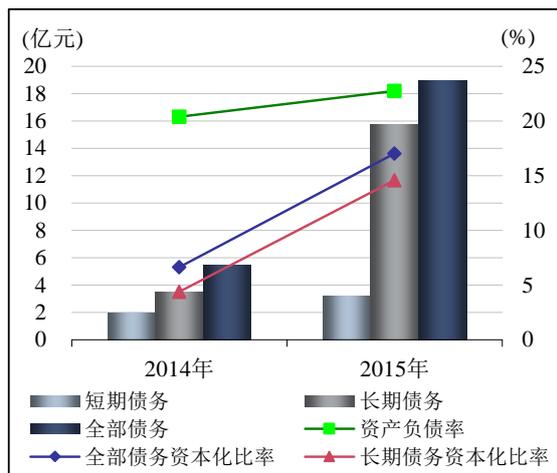
截至 2015 年底，公司长期借款为 5.76 亿元，同比增长 64.31%，主要系抵押借款大幅增长所致。

截至 2015 年底，公司应付债券为 10 亿元，主要系公司 2015 年发行了规模为 10 亿元的企业债券所致。

从有息债务结构来看，截至 2015 年底，公司全部债务为 18.95 亿元，较 2014 年的 5.41 亿元大幅增长，其中短期债务占比 16.86%，长期债务占比 83.14%，公司长期债务占比大幅增长，

主要系公司 2015 年发行了 10 亿元的企业债券所致。从偿债能力指标看，2015 年，公司受债务规模大幅增长影响，公司资产负债率有所增长、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均大幅增长，由 2014 年的 20.37%、6.61% 和 4.38% 上升至 22.75%、17.03% 和 14.57%，公司整体债务负担仍较轻。

图 1 截至 2015 年底公司有息债务指标



资料来源：公司审计报告整理

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，债务负担有所增长，但仍处于较低水平，未来随着公司工程建设项目的投资建设，公司债务负担可能持续上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 年，公司流动比率和速动比率均大幅增长，由 2014 年的 556.38% 和 129.88% 上升至 932.10% 和 316.52%。从指标上看，公司短期偿债能力较好，但考虑到公司流动资产中存货和其他应收款占比较高，流动资产变现能力偏弱，公司实际短期偿债能力弱于指标值。2015 年，公司经营现金流动负债比为 -72.28%，公司现金类资产为 13.32 亿元，短期债务为 3.20 亿元，整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 2.97 亿元，同比增长 27.94%，全部债务/EBITDA 为 6.39 倍，较 2014 年的 2.33 倍大

幅增长，EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降，但整体偿债能力尚可，且考虑到丰县政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力强于指标值。

截至 2015 年底，公司对外担保额度为 0.70 亿元，全部为对江苏省丰县人民医院提供的担保，公司担保比率为 0.76%，担保比率低，公司或有负债风险小。

截至 2015 年底，公司共获得银行授信额度为 10 亿元，已使用额度为 7.43 亿元，尚未使用额度为 2.57 亿元，公司融资渠道有待进一步拓宽。

7. 存续期内债券偿还能力分析

公司于 2016 年 7 月 13 日发行了为期 5 年的项目收益债“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”，额度为 13 亿元，每年付息一次，分次还本，在“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”存续期的第 3、第 4、第 5 个计息年度，每年分别偿付发行总额的 45%、35%、20%，最后三年每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。2015 年公司经营活动流入量和 EBITDA 分别为 22.49 亿元和 2.97 亿元，分别为“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”本金的 1.73 倍和 0.23 倍，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金的覆盖能力较好。

2015 年 3 月，公司发行了额度为 10 亿元的“15 丰县城投债”，期限为 7 年，该企业债在存续期的后 5 年每年偿还本金的 20%，预计 2019 年、2020 年和 2021 年将分别集中偿还本金 7.85 亿元、6.55 亿元和 4.60 亿元，公司 2015 年经营活动现金流入和 EBITDA 分别为最高集中偿还本金 7.85 亿元的 2.86 倍和 0.74 倍，公司经营活动现金流入对集中偿付本金的覆盖能力较强。

总体看，“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”分期偿还本金有助于缓解公司集中偿还资金的压力。

8. 过往债务履约情况

根据中国农业银行企业信用报告（银行版）

(机构信用代码: G1032032100053200S), 截至 2016 年 9 月 1 日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、丰县政府对于公司的各项支持, 以及未来公司战略的综合判断, 公司整体抗风险能力较强。

十、债券保护条款分析

1. 差额补偿

差额补偿协议

根据《中华人民共和国合同法》、《项目收益债券管理暂行办法》等法律、法规和规章制度的规定, 丰县城投与差额补偿人以及监管银行共同签署了《差额补偿协议》, 约定了丰县城投的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的终止条件等相关事项。

差额补偿责任的履行方面, 协议中明确约定: 丰县经济开发区投资发展有限责任公司(以下简称“丰县经开”)作为“16丰棚改项目债”的差额补偿人, 在“16丰棚改项目债”每个付息日(或本息支付日, T日)之前的第 21 个工作日(T-21日, 差额补偿核算日), 监管银行对偿债资金专户进行核算, 若偿债资金专户内资金未到达当年付息金额或本息偿付总额的(利息包含建设期利息), 则监管银行应于次日(T-20日)前同时通知丰县城投和差额补偿人补足偿债资金。差额补偿人应于差额补偿划款截止日(T-15日)前将该年度偿债资金缺口部分划入偿债资金专户。监管银行有义务通知差额补偿人履行差额补偿义务, 同时作为“16丰棚改项目债”债权代理人有义务代表本期债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。

差额补偿人对本协议项下应付的差额补

偿款不得以任何理由作抗辩、抵销或扣减请求。差额补偿人对本期债券的差额补偿承担责任, 其补偿责任包括: 当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时, 或因出现加速到期情形导致提前兑付的情况发生且偿债资金专户内的账户余额不足以支付本金及利息时, 差额补偿人将按本协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本金及利息总额之间的差额部分。

差额补偿人

“16丰棚改/16丰棚改项目债”采用本息差额补偿制度以保证债券本息按时足额兑付。其中丰县经开为差额补偿人。当公司没有按协议提供足额资金支付债券本息时, 丰县经济开发区投资发展有限责任公司将承担差额补偿的义务。

丰县经开作为丰县经济开发区经营建设的唯一投资主体和资产管理运营主体, 在政府授权范围内从事丰县经济开发区土地开发整理和基础设施建设等业务。土地开发整理业务方面, 根据丰县经济开发区管委会的授权, 丰县经开对丰县经济开发区规划的土地进行开发整理, 整理完成的土地通过丰县国土资源局招拍挂系统进行出让, 土地出让收入由丰县经济开发区管委会按照一定比例返还给丰县经开; 基础设施建设方面, 丰县经开负责建设丰县经济开发区的重大基础设施建设项目。

截至 2015 年底, 丰县经开合并资产总额 95.33 亿元, 所有者权益 39.80 亿元; 2015 年公司实现合并营业收入 10.86 亿元, 利润总额 1.53 亿元。

联合资信评定维持丰县经济开发区投资发展有限责任公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 详见附件 2《丰县经济开发区投资发展有限责任公司跟踪评级报告》中主体评级情况。

差额补偿人对存续期内债券的偿还能力

2015 年, 丰县经开 EBITDA 为 2.91 亿元, 为“16丰棚改项目债”额度的 0.22 倍, 为“16丰棚改项目债”本金最高偿还额度 5.85 亿元的 0.50 倍; 丰县经开经营活动现金流入量为 31.39 亿元, 为

“16丰棚改项目债”额度的2.41倍，为“16丰棚改项目债”本金最高偿还额度5.85亿元的5.37倍，丰县经开经营活动现金流入量对“16丰棚改项目债”的保障能力强，且“16丰棚改项目债”的募投项目未来会产生一定规模的现金流入，因此整体偿债能力将高于测算值。

丰县经开作为“16丰棚改项目债”的差额补偿人，在每期债券每个付息日（或本息支付日，T日）之前的第21个工作日（T-21日，差额补偿核算日），监管银行对偿债资金专户进行核算，若偿债资金专户内资金未到达当年付息金额或本息偿付总额的（利息包含建设期利息），则监管银行应于次日（T-20日）前同时通知丰县城投和差额补偿人补足偿债资金。差额补偿人应于差额补偿划款截止日（T-15日）前将该年度偿债资金缺口部分划入偿债资金专户。监管银行有义务通知差额补偿人履行差额补偿义务，同时作为“16丰棚改项目债”债权代理人有义务代表本期债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。

总体看，“16丰棚改项目债”设置了差额补偿机制，且设置分期偿还本金的条款，在一定程度上提升了本期债券的到期偿还安全性。另一旦发生加速到期情形，差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

流动性贷款支持

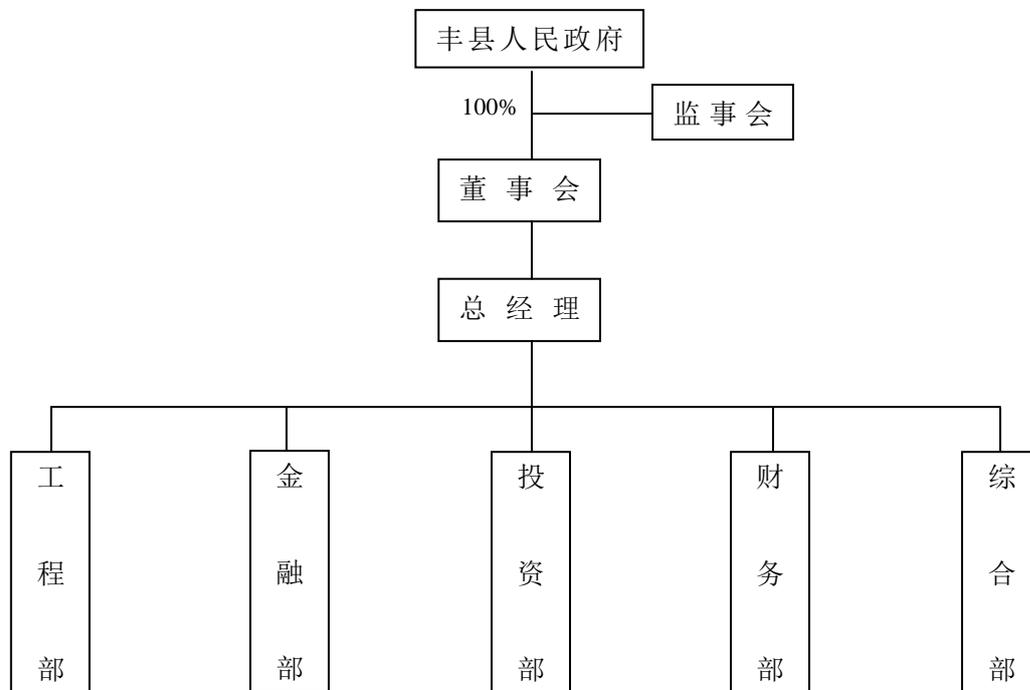
“16丰棚改项目债”存续期内，当丰县城投对本期债券付息和兑付发生临时资金流动性不足，在符合国家法律法规、宏观政策、银监会监管政策要求以及中国农业发展银行丰县支行贷款政策、授信审批程序和中国农业发展银行丰县支行要求的贷款条件前提下，中国农业发展银行丰县支行将在付息或兑付首日前五个工作日给予丰县城投不超过15亿元流动性支持贷款（具体金额依据每一期偿债资金缺口为准）。该流动性支持贷款用于丰县城投补充流动资金，包括但不限于为“16丰棚改项目债”偿付本息，以解决丰县城投本期债券本息偿付暂时资金流动性不足。

总体看，“16丰棚改项目债”募投项目建设及运营阶段存在影响现金流预测的因素，公司作为偿债主体承担了偿债资金的差额补足义务。丰县经开为本期债券承担差额补偿义务，“16丰棚改项目债”本息到期按时足额偿付的安全性得到有效保障。另外，“16丰棚改项目债”募集资金采取封闭管理，项目收益资金流动监管严格，可有效防范“16丰棚改项目债”的操作风险。

十二、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，“16丰棚改项目债”的信用等级维持为AA。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 差额补偿人跟踪评级报告

附件 3 偿债主体主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.11	3.84	13.32
资产总额(亿元)	60.65	96.02	119.54
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	52.92	76.46	92.35
短期债务(亿元)	1.54	1.91	3.20
长期债务(亿元)	0.44	3.50	15.76
全部债务(亿元)	1.97	5.41	18.95
主营业务收入(亿元)	10.20	12.52	13.82
利润总额(亿元)	1.78	1.82	2.75
EBITDA(亿元)	2.12	2.32	2.97
经营性净现金流(亿元)	-0.78	2.13	-8.14
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.30	13.22	2.89
存货周转次数(次)	0.24	0.31	0.16
总资产周转次数(次)	0.21	0.26	0.13
现金收入比(%)	103.66	95.10	58.32
主营业务利润率(%)	11.42	15.81	17.69
总资本收益率(%)	3.28	1.87	1.93
净资产收益率(%)	3.07	2.00	2.32
长期债务资本化比率(%)	0.82	4.38	14.57
全部债务资本化比率(%)	3.60	6.61	17.03
资产负债率(%)	12.74	20.37	22.75
流动比率(%)	802.41	556.38	932.10
速动比率(%)	148.01	129.88	316.52
经营现金流动负债比(%)	-10.81	13.38	-72.28
全部债务/EBITDA(倍)	0.93	2.33	6.39

附件 4 差额补偿人主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.46	0.98	0.52
资产总额(亿元)	38.01	63.31	95.33
所有者权益(亿元)	25.60	37.73	39.80
短期债务(亿元)	0.00	1.75	6.46
长期债务(亿元)	2.58	4.91	1.16
全部债务(亿元)	2.58	6.66	7.62
营业收入(亿元)	3.76	9.22	10.86
利润总额(亿元)	1.29	2.45	1.53
EBITDA(亿元)	1.60	3.27	2.91
经营性净现金流(亿元)	2.08	2.38	13.95
财务指标			
销售债权周转次数(次)	10.30	11.09	6.20
存货周转次数(次)	0.39	0.50	0.34
总资产周转次数(次)	0.12	0.18	0.14
现金收入比(%)	135.28	169.17	266.61
营业利润率(%)	15.79	15.13	19.76
总资本收益率(%)	3.43	5.02	3.71
净资产收益率(%)	3.75	4.80	2.83
长期债务资本化比率(%)	9.14	11.52	2.83
全部债务资本化比率(%)	9.14	15.01	16.07
资产负债率(%)	32.64	40.40	58.25
流动比率(%)	179.63	154.05	91.10
速动比率(%)	75.85	58.18	36.22
经营现金流动负债比(%)	21.12	11.51	24.57
全部债务/EBITDA(倍)	1.61	2.03	2.62

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出+少数股东损益)/(所有者权益+长期债务+短期债务+少数股东权益)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

丰县经济开发区投资发展有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 丰经开	10 亿元	2016/2/2~2019/2/2	AA	AA

跟踪评级时间: 2016 年 9 月 13 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	0.46	0.98	0.52
资产总额(亿元)	38.01	63.31	95.33
所有者权益合计(亿元)	25.60	37.73	39.80
短期债务(亿元)	0.00	1.75	6.46
全部债务(亿元)	2.58	6.66	7.62
营业收入(亿元)	3.76	9.22	10.86
利润总额(亿元)	1.29	2.45	1.53
EBITDA(亿元)	1.60	3.27	2.91
经营性净现金流(亿元)	2.08	2.38	13.95
营业利润率(%)	15.79	15.13	19.76
净资产收益率(%)	3.75	4.80	2.83
资产负债率(%)	32.64	40.40	58.25
全部债务资本化比率(%)	9.14	15.01	16.07
流动比率(%)	179.63	154.05	91.10
全部债务/EBITDA(倍)	1.61	2.03	2.62
经营现金流流动负债比(%)	21.12	11.51	24.57

分析师

王 妍 喻宙宏

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: [Http://www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

评级观点

跟踪期内,丰县经济开发区投资发展有限责任公司(以下简称“公司”)资产规模持续扩大,政府资金划拨支持持续。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到2015年公司利润总额下滑、有短期支付压力及存在一定或有负债风险对公司信用水平带来的负面影响。

随着未来丰县和开发区基础设施建设的不断推进,公司收入规模和外部支持有望保持稳定,联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,维持“16 丰经开”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内丰县财政收入实现快速增长,地方财政实力较强,公司外部环境向好。
2. 公司在丰县经济开发区区域内具有一定垄断优势,获得了丰县人民政府及开发区财政局在资本注入等方面持续有力的支持。
3. 跟踪期内,公司购置土地使用权致资产规模扩大,安居房等基础设施建设项目快速推进。
4. 公司收入获现能力仍较好,2015 年经营活动现金流入量和净流量对“16 丰经开”债券本金保障能力好。

关注

1. 丰县地方财政收入对土地出让收入依赖程度高,易受土地市场价格影响,财政收入稳定性较弱。
2. 2015 年,资产折旧、摊销和坏账准备对利润侵蚀程度加大致公司收益下滑,公司盈利对财政补贴依赖程度仍较高。
3. 公司对外担保方多为入驻园区的中小企业,公司存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与丰县经济开发区投资发展有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与丰县经济开发区投资发展有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因丰县经济开发区投资发展有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由丰县经济开发区投资发展有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

丰县经济开发区投资发展有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于丰县经济开发区投资发展有限责任公司主体长期信用及“16丰经开”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

丰县经济开发区投资发展有限责任公司（以下简称“公司”）成立于2006年12月4日，是由江苏丰县经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）出资1.00亿元组建的国有独资有限公司，成立时注册资本1.00亿元，于2008年4月15日前分6次缴足，丰县人民政府授权开发区管委会履行出资人职责。2012年3月，开发区管委会向公司增加注册资本1.00亿元，公司注册资本和实收资本增至2.00亿元，开发区管委会持有公司100%股权。同年12月，开发区管委会将持有公司股权全部转让给丰县城投发展有限公司（以下简称“丰县城投”）。2013年8月，丰县城投又将全部股权转让回开发区管委会。2015年2月12日，根据丰政发（2015）24号文件，公司股东由开发区管委会变更为丰县人民政府。2015年12月14日，公司新增注册资本至5.00亿元。

截至2015年底，公司注册资本人民币5.00亿元，实收资本人民币2.00亿元，2016年1季度，丰县人民政府分别以货币资金分三次将实收资本补足。截至报告出具日，丰县人民政府持有公司100%股权，公司实际控制人为丰县人民政府。

公司经营范围：对园区基础设施建设项目、制造业及科技业投资；市政工程施工；市政设施管理服务；公共建设管理与维护；城市市政公共设施管理与维护；水利设施综合开发与维护；城市环境综合治理；投资项目的招标、投标代理；经济贸易信息咨询服务；农

业农村基础建设；农民集中住房建设；房屋拆迁安置；城中村改造施工；物业管理。

截至2015年底，公司本部设有财务部、投融资部、项目发展部和办公室四个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额95.33亿元，所有者权益39.80亿元；2015年公司实现合并营业收入10.86亿元，利润总额1.53亿元。

公司注册地址：丰县经济开发区解放路延伸段；法定代表人：王传武。

三、债券与募集资金使用情况

公司于2016年2月2日发行了2+1年期10亿元非公开发行公司债券“16丰经开”，全部用于由公司承担建设的江苏省2013~2017年棚户区改造规划项目的建设，具体包括丰县经济开发区农民安居四期工程（栖凤园D座）项目、丰县第七期农民安居工程、丰县经济开发区第九期安置房（A区）建设项目，上述项目均为丰县人民政府回购项目。

项目总投资12.03亿元，其中发行债券10亿元，其余由企业自筹。截至2016年6月底，项目已完成投资9.20亿元，其中使用本期债券投资额8.51亿元。

表1 截至2016年6月底本期债券募集资金项目投资进度
(单位：万元)

工程项目	计划总投资	计划使用募集资金	已完成投资额
农民安居四期工程（栖凤园D座）	6.73	5.00	4.62
第七期农民安居工程	3.00	5.00	2.78
第九期安置房（A区）	2.30		1.80
合计	12.03	10.00	9.20

资料来源：企业提供

截至2016年6月底，募投项目建设不断推进，三处工程主体框架均已基本完成，剩余

工程包括绿化，管网，硬化，电力，门窗等工程等后续建设。

四、宏观经济和政策环境

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016年上半年，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，我国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，我国经济保持稳定增长。2016年1~6月份，中国国内生产总值（GDP）34.1万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格（CPI）指数在2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数（PMI）自3月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1~6月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016年1~6月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8万亿元，同比增长9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增

速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1~6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016年1~6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1~6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%~7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等2016年年度目标，2016年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增

以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障,预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险,维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下,为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标,在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下,下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年,预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善;社会消费品零售总额仍会保持稳定增长,消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级;虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善,但对外贸易结构将进一步优化,有望培养出新的外贸增长点。总体看,预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础,对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。近些年,全国各地城建资金来源和渠道日益丰富,城市基础设施建设规模不断扩大,建设水平迅速提高,城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家,基础设施还比较薄弱,这在一定程度上影响和制约着

中心城市综合服务功能的发挥,不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来,中央政府逐年增加基础设施建设投入,特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模,对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策,为城市基础设施建设领域注入了大量的资金,而地方政府也相应出台了許多优惠政策,积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业,是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展,目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模,在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点,目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预(2012)463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险

监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底,国家发改委办公厅下发发改办财金(2013)2050号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初,国务院发布“国发(2014)43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43号文》”)。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014年10月底,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预(2014)351号,以下简称《351号文》),《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核

心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43号文》及《351号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日,国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发(2015)40号),为确保融资平台公司在建项目后续融资,化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来,从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问,到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台,融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低,融资平台公司债务短期周转能力有望增强,流动性风险将得以缓释。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体,承担着政府投资融资功能,将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权,拓宽平台企业的融资渠道,为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

目前公司经营与建设项目受丰县人民政府统一指导,项目所在区域集中于开发区内,

公司的发展直接受丰县和丰县经济开发区（以下简称“开发区”）经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与该地区未来规划密切相关。

丰县

（1）区域经济概况

2015年，丰县全县预计地区生产总值实现370亿元，增长10.3%；规模以上固定资产投资完成214.37亿元，增长19%；社会消费品零售总额完成133.4亿元，增长13%；城镇居民人均可支配收入21100元，增长9%；农村居民人均可支配收入12930元，增长10%。

从八大产业来看，三大主导产业（盐煤化工、电动车、纺织）完成产值234.8亿元，增长21.8%；三大传统产业（机械制造、食品加工、木材加工）完成产值291.8亿元，增长18.9%；两大新兴产业（能源、建材家居）完成产值38亿元，增长7%。三大主导产业不断创新实现新突破，增幅明显高于传统产业和新兴产业，占比不断提高，产业结构不断优化。

（2）财政实力及政府债务

从丰县本级财政收入看，2015年丰县财政实力稳步发展，丰县本级实现地方可控收入110.42亿元，同比增长15.10%，其中一般公共预算收入为43.09亿元，占可控财力的比例为

39.02%；基金收入和上级补助收入占比高达60.98%，由于基金收入受土地市场和国家政策影响较大，丰县可控财力的稳定性仍不强。

表2 2013~2015年丰县本级财政收入情况

(单位：亿元，%)

科目	2013年	2014年	2015年	复合增长率
一般公共预算收入	31.22	38.12	43.09	17.49
税收收入	26.53	32.84	37.32	18.60
非税收入	4.68	5.27	5.77	10.97
基金收入	31.63	30.78	37.67	9.13
土地出让金	30.76	29.64	36.86	9.48
其他	0.87	1.14	0.80	-4.07
上级补助收入	24.59	27.04	29.67	9.85
预算外财政专户资金	0.34	0.00	0.00	-100.00
地方可控财力	87.77	95.94	110.42	12.17
财政总支出	87.18	94.98	117.14	15.91
一般公共预算支出	54.14	62.71	74.72	17.48
基金支出	33.05	32.27	43.02	14.09
预算外支出	0.00	0.00	0.00	--
财政当年结余	0.58	0.96	-7.31	--

资料来源：丰县财政局

截至2015年12月底，丰县本级地方政府债务全部为一类债务，金额为37.40亿元，同期丰县本级政府债务率为34.48%，较2014年的22.03%有所增长，丰县地方政府债务负担仍较轻。

表3 丰县本级地方政府债务情况 (单位：万元)

地方债务(截至2015年底)	金额	地方财力(2015年度)	金额
(一) 负有偿还责任的债务余额	374000.00	(一) 地方一般公共预算本级收入	430912.00
1、外国政府贷款	--	1、税收收入	373246.00
2、国际金融组织贷款	--	2、非税收入	57666.00
(1) 世界银行贷款	--	(二) 转移支付和税收返还收入	285015.00
(2) 亚洲开发银行贷款	--	1、一般性转移支付收入	173928.00
(3) 国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	99763.00
(4) 其他国际金融组织贷款	--	3、税收返还收入	11324.00
3、国债转贷资金	27.27	(三) 国有土地使用权出让收入	368642.00
4、农业综合开发借款	--	1、国有土地使用权出让金	350532.00
5、解决地方金融风险专项借款	--	2、国有土地收益基金	19692.00
6、国内金融机构借款	32875.00	3、农业土地开发资金	887.00
(1) 政府直接借款	20875.00	4、新增建设用地有偿使用费	-2469.00
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	12000.00	(四) 预算外财政专户收入	--
7、债券融资	249300.00		
(1) 中央代发地方政府债券	200300.00		

(2) 由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	49000.00		
8、粮食企业亏损挂账	--		
9、向单位、个人借款	12619.77		
10、拖欠工资和工程款	78268.62		
11、其他	909.34		
(二) 负有担保责任的债务余额	--		
地方政府债务余额= (一) + (二) ×50%	374000.00	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	1084569.00
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) ×100%			34.48%

资料来源：丰县财政局

丰县经济开发区

(1) 区域概况

丰县经济开发区始建于 1995 年，其前身是徐州外向型农业综合开发区，于 2006 年 5 月经国家发改委审核批准为省级开发区。开发区起步区面积 11.7 平方公里，近期建设面积 25 平方公里，远期控制区面积 60 平方公里。

根据产业特色和空间发展，开发区目前形成了开发区和锡丰工业园、盐化工产业园、机械铸造园、商贸物流园、电动车产业园、食品和农副产品加工园、高新技术产业园、光伏-现代农业产业园“一区八园”的产业格局，“电动三轮车产业集群、煤盐化工产业集群、机械铸造产业集群、农副产品深加工产业集群”四大产业集群初步显现。

管理制度方面，丰县经济开发区和凤城镇采取区镇合一，两块牌子，一套班子，实行“特区模式，以块为主，自我运作，自我管理”的封闭管理体制。

根据开发区建设的需要，开发区成立了 2 个投资发展公司作为独立运作的经济实体，享受自主融资、开发、投资和建设的权力，分别为公司和丰县星城房地产开发有限责任公司。

(2) 财政实力及政府债务

开发区以工业和产业园为建区主题，在经济和财政收入方面对丰县有较大贡献。

2015 年，开发区实现一般公共预算收入 18.19 亿元，同比快速增长 16.45%；地方可控财力实现 18.88 亿元，同比增长 7.64%，其中一般公共预算收入为开发区地方财力的主要构成。

表 4 2013~2015 年丰县经济开发区财政收入情况

(单位：亿元)

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
(一) 一般公共预算收入	12.67	15.62	18.19
其中：税收收入	12.39	15.24	17.45
非税收入	0.27	0.38	0.73
(二) 上级补助收入	0.99	1.33	0.69
(三) 政府性基金收入	--	0.59	--
合 计	13.66	17.54	18.88

资料来源：丰县开发区财政局

2015 年，开发区地方政府债务余额为 1.62 亿元，地方政府债务率为 9.00%，债务负担很轻。

总体看，跟踪期内，丰县经济实现快速增长，受土地出让收入拉动，丰县可控财力实现较大飞跃，地方政府债务处于低位水平，开发区作为丰县经济发展的重要阵地，亦呈现较好的发展趋势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，丰县人民政府持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司受丰县人民政府委托，负责组织实施丰县经济开发区“一区八园”基础设施及相关配套工程，从事农民安居工程、道路建设、绿化工程和污水管网等市政项目代建，在开发区内具有一定的垄断优势。

目前公司下设丰县飞龙土地整理有限公司、江苏鑫诚电动车科技发展有限公司、江苏大沙河农业综合开发集团有限公司、丰县金刘

寨旅游开发有限公司和丰县威驰电动车有限公司和丰县大沙河园林绿化工程有限公司等子公司。

公司作为丰县开发区从事基础设施建设的国有公司，受江苏丰县人民政府委托，在该领域具有一定垄断地位。

3. 人员素质

跟踪期内，公司主要高管和员工结构基本无变化，公司高级管理层具有较为丰富的从业经验，对丰县经济发展和走向有深入了解，有助于公司业务的顺利开展。员工构成以年富力且受过高等教育的中青年为主，能够满足公司的经营需要。

4. 政府支持

作为丰县经济开发区城市基础设施建设的重要主体，公司在资本注入、政府补助等方面获得了丰县人民政府和丰县开发区管委会的持续支持。

根据丰县人民政府于 2015 年 12 月 11 日出具的《丰县经济开发区投资发展有限责任公司股东决定》，确定公司注册资本由 2.00 亿元增至 5.00 亿元，2016 年 1 季度，丰县人民政府分别以货币资金分三次将实收资本补足。

为保证公司在丰县经济开发区基础设施建设的顺利开展，公司持续获得由各级政府拨付的财政补贴，2015 年，公司收到开发区财政局补贴 1.73 亿元，科技局、农委及其他补贴 0.69 亿元，公司据以计入营业外收入，公司收到的补贴规模较 2014 年基本保持一致。

由于公司应收账款和其他应收款规模较大，对此丰县人民政府于 2015 年出具了《关于妥善解决丰县经济开发区投资发展有限责任公司应收账款和其他应收款相关问题的说明》（丰政发〔2015〕57 号），将以如下方式妥善解决上述款项：第一，丰县政府同意从丰县每年的土地类基金收入中提取一定比例，按照欠款单位的还款计划进行偿还。还款来源主要

来自拟出让土地：1、张五楼农贸市场地块（86.11 亩）；2、苏楼地块（86.11 亩）；3、高拔庄地块（242.3 亩）。参考丰县近三年土地出让情况，并重点参考上述地块周边土地出让平均价值，保守估算出让均价为 160 万元/亩，扣除相关费用后，可预计获得土地出让净收益 5.3 亿元，能够覆盖丰县相关政府单位欠款金额。第二，同意在未来丰县招拍挂的土地中，部分土地由公司摘牌，摘牌后所需缴纳的土地出让金与政府部门所欠公司的应收账款和其他应收款相抵。

总体看，丰县人民政府及开发区管委会在资本注入方面对公司的支持有利于公司经营规模的扩大及经营业务的持续发展；在财政补贴方面的支持有效减轻了公司的经济负担，并对公司经营利润形成一定补充，降低了公司的经营风险。

七、管理分析

跟踪期内，除上述变化外，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司经营内容主要系依照丰县人民政府统一部署，对开发区内城市基础设施建设和土地整理提供投融资服务。公司经营业务板块多元，包括基础设施代建、土地整理、农产品销售、租赁和保洁服务等，其中土地整理业务和农产品销售业务系 2014 年新增。

从收入规模看，2015 年，公司实现营业收入 10.86 亿元，其中工程结算收入 9.98 亿元，系公司 2015 年收入的主要来源；受当年土地出让指标和土地市场需求影响，公司土地整理收入 0.45 亿元，较 2014 年较大幅度下滑；公司实现其他业务收入 0.27 亿元，较 2014 年上升，主要系公司将工业园区内的标准厂房出租所获得的约 0.20 亿元租金收入计入该板块；此

外，公司尚有农产品销售收入、租金收入和保洁服务收入等作为公司营业收入的补充。

从毛利率看，2015年，公司综合毛利率为23.09%，较2014年上升4.67个百分点。分板

块看，公司工程结算业务毛利率保持稳定；土地整理业务毛利率上升至98.84%，主要系公司早期已确认了2015年出让地块的土地整理成本。

表5 2013~2015年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

分类	2013年		2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程结算收入	36523.03	16.67	75409.31	16.68	99845.32	16.70
土地整理	--	--	13524.38	17.08	4539.91	98.84
农产品销售	--	--	1326.69	11.43	388.37	31.21
租金收入	1041.15	100.00	1872.02	100.00	1132.06	99.94
保洁服务	--	--	16.86	100.00	26.22	-99.72
其他	77.04	100.00	74.99	92.00	2703.46	100.00
合计	37641.22	19.14	92224.24	18.42	108635.34	23.09

资料来源：联合资信根据公司2013~2015年审计报告整理

1. 工程结算业务

城市基础设施建设项目的投融资业务系公司主要经营板块，对应形成工程结算收入。

为支持公司顺利开展建设任务，每年政府会出具《关于丰县经济开发区投资发展有限责任公司代建并回购资产事项的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》限定当年回购项目范围，项目结算资金由县政府先行付给开发区财政局，再由开发区财政局支付给公司，项目投资成本以实际发生额为主，按年度汇总后上报开发区财政局核定，超出投资概算的投资支出需报开发区经济发展局审批获准后方可计入回购范围。项目回购收入由开发区财政局按公司当年核定的工程项目支出加代建费结算，利润率一般不超过30%，在结转成本和确认收入时以财政局当年核定为准。在实际建设过程中，为缓解公司前期投资的资金压力，财政局会预先拨付部分项目建设投资款。

2015年，公司确认了工程结算收入9.98亿元，毛利率维持在16.60%以上。跟踪期内，公司确认的工程结算收入主要来自安居七、八、九期项目安居项目以及部分公交线路和道路项目、排水管道项目、绿化工程及丰县公租房项目。

安居项目分多期建设，公司未来仍将代建大量公交线路和道路项目以及排水管网工程，

根据总投资金额与已投资金额统计来看，未来，随着工程进度的推进，公司代建项目仍将为公司带来持续的回购收入。

表6 公司代建工程项目清单（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
安居三期	6.86	0.80
月牙河	6.25	0.55
安居十一期	6.22	1.15
安居十二期	5.23	0.18
电动车城二期建设项目	4.00	0.07
热力管网建设项目	4.00	0.02
安吉七期、九期	3.68	3.27
安居八期	2.68	1.25
农民安居四、五、七期续建工程	2.50	0.00
护理型养老院建设项目	1.50	0.00
安居十期	1.30	0.02
零星工程	1.10	0.60
人才公寓建设项目	0.90	0.20
张五楼集贸市场项目	0.90	0.07
新城区农贸市场项目	0.68	0.32
合计	47.80	8.50

资料来源：公开材料收集

2. 土地整理业务

公司土地整理业务由子公司丰县飞龙土地整理有限公司（以下简称“飞龙公司”）负责。飞龙公司成立于2013年7月，并于2013年被纳入公司合并范围，经营范围主要为农村土地整理业务。公司土地整理业务记账以实际发生为记账依据，地块整理时的资金投入计入

当年营业成本，待整理后实现土地出让收入时，将收到的返还收入计入当年土地整理收入，扣除上缴上级部门各类税费后，政府将返还部分占出让金 70% 左右。

2015 年，飞龙公司出让土地 1285 亩，土地整理收入 0.45 亿元，该板块毛利率为 98.84%，较 2014 年有较大幅度增长，主要系当年出让土地多为熟地。截至 2016 年 3 月底，飞龙公司已完成整理的土地面积有 2505 亩左右，已出让 2329 亩，待整理土地 2329 亩，公司未来仍有实现土地整理收入可能。

3. 农产品销售和租赁等其他业务

公司农产品销售业务主要由子公司江苏大沙河现代农业综合开发集团有限公司（以下简称“大沙河农业开发公司”）负责，大沙河农业开发公司于 2013 年被纳入公司合并范围。经营模式主要系对丰县特殊农产品进行品牌包装后进行出售，该业务尚处于起步阶段，2015 年，公司分别实现农产品销售收入 0.11 亿元。因丰县苹果、梨和牛蒡等农产品资源丰富且品质优良，该业务尚有一定发展空间。

公司租金收入主要来自标准厂房、保障房配套商业以及管网和配电设备等自有资产的出租，近年，随着标准厂房等项目的陆续推进和完工，公司可供出租面积不断增长，进而带动公司租赁收入的快速增长。目前，公司未来计划用于出租的自建项目还包括金刘寨景点工程、标准厂房和大沙河农业集团冷库和商业区项目，合计总投资 12.60 亿元，截至 2015 年底，上述项目已完成投资 5.74 亿元，尚需投资 6.86 亿元。

公司其他业务还包括保洁服务等，收入规模小，2015 年，公司将新增标准厂房租赁收入约 0.20 亿元计入该板块，对公司营业收入形成一定补充。

4. 未来发展

核心业务方面，公司未来仍将继续提供开

发区城市基础建设投融资服务。截至 2015 年底，公司在建的代建项目和自建项目计划总投资合计 60.40 亿元，已完成 14.24 亿元，尚需投资 46.16 亿元，未来公司计划投资额较大。

在公司以城市基础设施建设为核心业务的同时还建立了“以多元化业务为补充，不断培育新的增长点”的目标，以“安置房和市政工程”为依托，拓展关联业务。进一步完善开发区道路系统，形成东西、南北贯通，四通八达的园区路网络格局；推进景观绿化工程，努力提升开发区环境；重点推进高新技术产业园、盐化工产业园、电动车产业园、食品和农副产品加工园等园区基础设施建设，增加园区的吸引力和凝聚力，发展其衍生价值，探索投资与之相关的房地产、特色生态园、国家级景区建设等关联业务，增强集团公司盈利能力。

总体看，公司以城市基础设施建设业务为主要收入来源，未来，公司代建项目较多且拥有部分已完成整理土地，可持续为公司带来营业收入。

九、财务分析

公司提供了 2013~2015 年度审计报告，该报告已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）三年连审，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年，公司合并范围内增加子公司 1 家，减少子公司 1 家，合并范围的变动对公司财务可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 95.33 亿元，所有者权益 39.80 亿元；2015 年公司实现合并营业收入 10.86 亿元，利润总额 1.53 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 10.86 亿元，同比增长 17.79%，主要来自工程结算收入的快速增长，同期，公司营业成本 8.35 亿元，同比增长 11.04%，公司毛利率由 2014 年的 18.42% 上升至 23.09%。

2015年，公司营业利润为-0.56亿元，由2013年和2014年的小幅盈利转为营业亏损，主要系2015年资产折旧、摊销和坏账准备对营业利润的侵蚀程度较大所致。2015年，公司期间费率为17.24%，同比增长6.31个百分点。

非经营损益方面，2015年，公司营业外支出规模较小，对公司利润影响不大。营业外收入为2.42亿元，同比增长12.94%，主要系开发区财政局划拨的财政补贴。政府补助收入是对公司利润的重要补充，对利润总额的贡献很大。

从盈利指标看，2015年，公司营业利润率为19.76%，较2014年的15.13%有所增长，主要系工程结算收入规模扩大和土地整理业务毛利率增长所致。2015年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.71%和2.83%，较2014年均有所下降。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

图1 2013~2015年公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，受益于工程结算收入快速增长，公司整体收入规模向好，但资产折旧、摊销和坏账准备对利润侵蚀程度加大致公司收益下滑，公司盈利对财政补贴依赖程度仍较高。

2. 现金流及保障

从经营活动现金流看，2015年，公司经营

活动产生的现金流入量较大，其中销售商品、提供劳务收到的现金为28.96亿元，主要系来自预收丰县开发区财政局的款项；收到其他与经营活动有关的现金2.42亿元，主要系收到的财政补贴款项。2015年，公司购买商品、提供劳务支付的现金为17.25亿元，主要用于支付工程施工款；支付其他与经营活动有关的现金0.33亿元为往来款。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为13.95亿元，考虑到包含较大规模预收账款，公司未来经营活动产生的现金流入量或有所下滑。

投资活动方面，2015年，公司投资活动的现金流主要体现在购建固定资产、无形资产等支付的现金，为14.80亿元，主要系支付计入无形资产项下的土地使用权所产生的现金流出。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-14.16亿元，较往期现金流出规模进一步扩大。

从筹资活动来看，2015年，公司筹资规模产生的现金流量规模较投资活动和投资活动而言较小，现金流入主要体现为取得借款收到的现金，流出主要体现为偿还债务本息，2015年，公司筹资活动产生的现金净流量为0.58亿元。

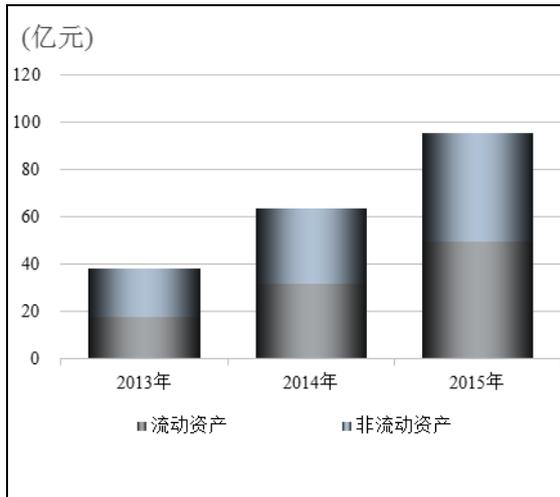
总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入和流出规模扩大，投资活动主要体现为购置土地使用权支出，筹资活动产生的现金流量规模较小。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额95.33亿元，同比快速增长50.58%，其中流动资产占比51.84%，较2014年底公司资产结构变化较小。

图2 2013~2015年底公司资产结构图



资料来源: 公司审计报告

截至2015年底,公司流动资产49.41亿元,同比增长55.21%,主要由其他应收款和存货的快速增长所致。公司流动资产主要仍由应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

截至2015年底,公司应收账款2.05亿元,同比增长41.17%,前五名应收方分别为丰县财政局(1.32亿元)、丰县鑫利房产中介公司、丰县开发区管委会、丰县行政审批中心和丰县大沙河食用菌发展有限公司,合计1.78亿元,占公司应收账款总额的84.16%,集中程度较高。从账龄看,1年以内的为1.13亿元,1-2年内的0.88亿元,其余均为2年及以上,公司已按账龄分析法计提坏账准备合计0.06亿元。

截至2015年底,公司其他应收款15.33亿元,同比大幅增长84.63%,主要系随着安置房和标准厂房等建设任务的推进,公司与房地产开发企业的往来款项增加。截至2015年底,公司其他应收款前五名应收方分别为徐州华宇置业有限公司(2.09亿元)、丰县锐丰置业有限公司(1.81亿元)、徐州丰华房地产开发有限公司(1.46亿元)、丰县城市投资发展有限公司(1.40亿元)和丰县开发区管委会(1.10亿元),合计7.86亿元,占比48.65%。从账龄看,1年以内8.76亿元,1~2年4.89亿元,其余为2年及以上,公司据以计提坏账准备0.82亿元。

截至2015年底,公司存货29.77亿元,同比大幅增长50.23%,主要来自安置房等工程施工项目的增长。截至2015年底,公司存货项下工程施工21.55亿元,同比增加8.09亿元,主要由安居工程和道路构成;土地整理成本4.12亿元,同比增加0.30亿元;其余由农产品和原材料构成。

截至2015年底,公司非流动资产合计45.91亿元,同比增长45.90%,主要来自无形资产的大幅增长。截至2015年底,公司无形资产33.64亿元,同比大幅增长69.10%,主要系公司通过招拍挂程序购置的6块土地,账面价值合计15.21亿元,其中4块已经缴纳全部土地出让金并办理完毕相关手续并获得土地证,剩余2块土地公司已经缴纳部分土地出让金,相关权证正在办理之中。截至2015年底,公司无形资产项下土地使用权34.61亿元,其中机关团体、卫生、交通、殡葬等所有权受限土地资产账面原值7.63亿元,用于借款抵押的土地资产账面价值9.76亿元,合计占公司无形资产项下土地使用权的50.25%。

所有者权益

截至2015年底,公司所有者权益合计39.80亿元(其中少数股东权益0.09亿元),同比小幅增长5.49%。截至2015年底,公司实收资本2.00亿元,资本公积32.51亿元,合计占比86.71%。

2015年12月14日,公司注册资本由2.00亿元增至5.00亿元,2016年1季度,丰县人民政府分别以货币资金分三次将实收资本补足。

负债

截至2015年底,公司负债合计55.53亿元,同比大幅增长117.09%,其中流动负债占比由2014年底的80.80%上升至97.68%。

截至2015年底,公司流动负债合计54.24亿元,同比增长162.46%,主要来自预收账款的大幅增长。截至2015年,公司流动负债主要由应付账款、预收账款、应交税费、其他应

付款和一年内到期的非流动负债构成。

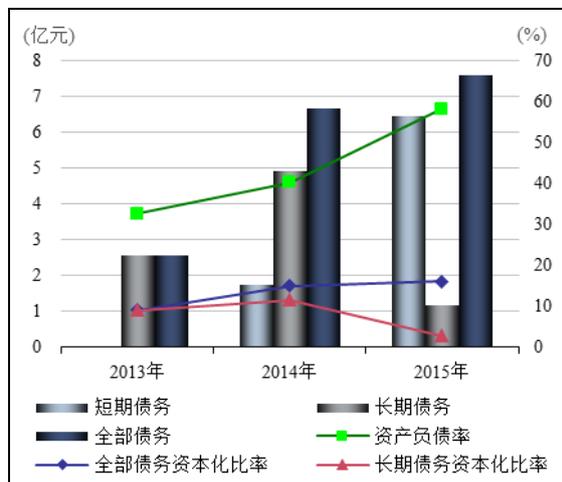
截至 2015 年底,公司应付账款 4.36 亿元,同比增长 42.30%,主要系应付项目建设工程款,账龄在 1 年以内的占 43.91%,1~2 年的占 44.06%,其余为 2 年及以上。

截至 2015 年底,公司预收账款 31.16 亿元,同比大幅增长 276.46%,其中预收丰县开发区财政局 30.75 亿元,账龄在 1 年内,主要系预收的项目建设款。

截至 2015 年底,公司其他应付款 9.19 亿元,同比增长 67.89%,其中应付丰县财政局款项仍为 1.64 亿元,新增应付丰华房地产 1.90 亿元。

截至 2015 年底,公司非流动负债合计 1.29 亿元,同比下降 73.82%,主要系长期借款减少。截至 2015 年底,公司长期借款 0.18 亿元;应付债券 0.98 亿元,分别系 2014 年 1 月发行的 3 年期 0.80 亿元“中小企业私募债券”和 2015 年 12 月发行的 3 年期 0.10 亿元“凤城建设一期”。

图 3 2013~2015 年底公司债务情况



资料来源:公司审计报告

全部债务方面,截至 2015 年底,公司全部债务 7.62 亿元,同比增长 14.37%,其中短期债务占 84.79%,较 2014 年底的 26.27%有较大增长,主要系一年内到期的长期借款增加。2015 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.25%、

16.07%和 2.83%,公司债务负担尚可。

总体看,跟踪期内,公司资产中土地资产、应收类款项和工程项目占比仍较大,资产质量一般,受预收账款影响公司负债大幅增长,但债务规模仍较小且以短期债务为主,债务负担尚可。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,公司流动比率和速动比率较低,截至 2015 年底,公司流动比率和速动比率分别为 91.10%和 36.22%,较 2014 年底的 154.02%和 58.18%进一步下降,2015 年,经营现金流动负债比为 24.57%。现金类资产相对于短期债务规模小,公司有短期支付压力,但因公司流动负债中含预收政府建设工程款,公司实际短期偿债压力或低于测算值。

从长期偿债能力指标看,2015 年,公司 EBITDA 为 2.91 亿元,全部债务/EBITDA 为 2.62 倍,较 2014 年的 2.03 倍小幅增长。

综合考虑到政府对于公司在资金资产注入、财政补贴、工程项目回购方面给予的有力支持,公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 6 月底,公司共获得各商业银行及其他金融机构累计授信总额 6.45 亿元,已使用额度 0.60 亿元,公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2015 年底,公司对外担保金额为 3.26 亿元,担保比率为 8.19%,被担保方除江苏省丰县人民医院外,均系开发区各工业园园区内中小型民营企业,存在一定或有负债风险。

表 7 截至 2015 年底对外担保明细 (单位:亿元)

被担保人	担保余额	担保到期日
江苏省丰县人民医院	0.70	2016.06.08
京味福江苏有限公司	0.40	2017.03.09
徐州建滔能源有限公司	0.35	2016.05.22
徐州建滔能源有限公司	0.30	2016.08.14
徐州丰华能源有限公司	0.20	2015.01.28
徐州三水中加食品有限公司	0.07	2016.10.21
徐州永耐商贸有限公司	0.28	2015.11.20

徐州市华程化工物资有限公司	0.66	2015.11.25
徐州市华杰化工有限公司	0.30	2015.07.15
合计	3.26	--

资料来源：审计报告

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10320321000309002），截至 2016 年 5 月 17 日，公司无已结清或未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营情况、财务状况以及丰县和开发区经济与财政实力的综合分析，同时考虑丰县人民政府对公司的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、本期债券偿还能力分析

公司于 2016 年 2 月 2 日发行了 2+1 年期 10 亿元非公开发行公司债券“16 丰经开”，按年付息，到期一次偿还本金，附设第 2 年末上调票面利率行使权及投资者回售选择权。

2015 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 31.39 亿元、13.95 亿元和 2.91 亿元，对“16 丰经开”债券本金的保障倍数分别为 3.14 倍、1.40 倍和 0.29 倍，公司经营活动产生的现金流入量和净流量对“16 丰经开”债券本金保障程度尚可，但考虑到公司 2015 年收到较大规模预收账款计入经营活动现金流入量，未来该指标变动可能性较大。

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，公司、华夏银行股份有限公司徐州分行（下称“华夏银行”）及国泰君安证券股份有限公司签订了《账户及资金三方监管协议》，为本期债券设立了募集资金专项账户和偿债保障金专户，由华夏银行对上述账户进行监管。

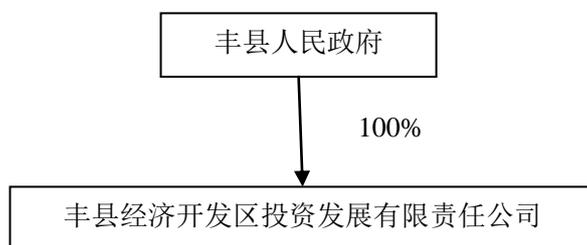
总体看，公司经营活动现金流入量和净流

量对本期债券保障程度较好，募集资金专项账户和偿债保障金专户一定程度上保障了本期债券的资金安全性和独立性，公司对本期债券偿债能力较强。

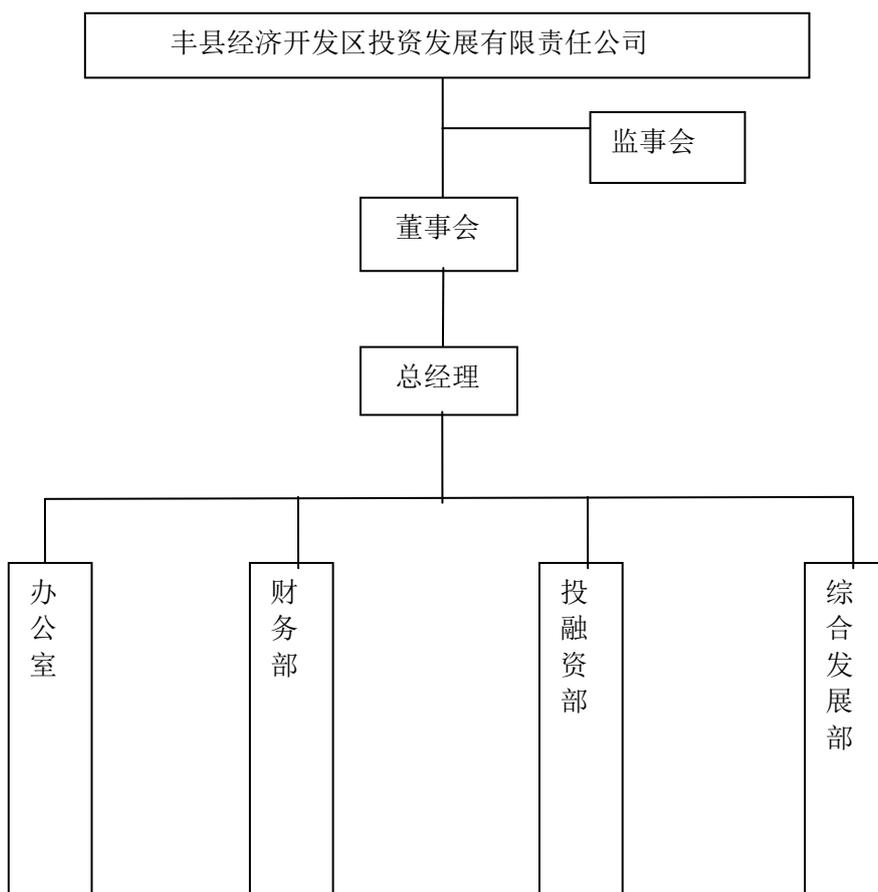
十一、结论

综合考虑，联合资信维持丰县经济开发区投资发展有限责任公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 丰经开”AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.46	0.98	0.52
资产总额(亿元)	38.01	63.31	95.33
所有者权益(亿元)	25.60	37.73	39.80
短期债务(亿元)	0.00	1.75	6.46
长期债务(亿元)	2.58	4.91	1.16
全部债务(亿元)	2.58	6.66	7.62
营业收入(亿元)	3.76	9.22	10.86
利润总额(亿元)	1.29	2.45	1.53
EBITDA(亿元)	1.60	3.27	2.91
经营性净现金流(亿元)	2.08	2.38	13.95
财务指标			
销售债权周转次数(次)	10.30	11.09	6.20
存货周转次数(次)	0.39	0.50	0.34
总资产周转次数(次)	0.12	0.18	0.14
现金收入比(%)	135.28	169.17	266.61
营业利润率(%)	15.79	15.13	19.76
总资本收益率(%)	3.43	5.02	3.71
净资产收益率(%)	3.75	4.80	2.83
长期债务资本化比率(%)	9.14	11.52	2.83
全部债务资本化比率(%)	9.14	15.01	16.07
资产负债率(%)	32.64	40.40	58.25
流动比率(%)	179.63	154.05	91.10
速动比率(%)	75.85	58.18	36.22
经营现金流动负债比(%)	21.12	11.51	24.57
全部债务/EBITDA(倍)	1.61	2.03	2.62

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。